

上海东洲资产评估有限公司
关于
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见
通知书》【182067】号的回复

中国证券监督管理委员会：

我公司，上海东洲资产评估有限公司，收到贵会于 2019 年 1 月 18 日下发的中国证券监督管理委员会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》【182067】号（以下简称“《反馈意见》”）后，我对《反馈意见》进行了认真研究和落实，并按照《反馈意见》的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题答复，现提交贵会，请予审核：

问题一、3.请申请人说明收益法下美奇林预测期营业收入、毛利率、费用率、折现率等主要评估参数选取是否谨慎合理,说明本次交易定价的合理性。请评估机构核查并发表意见。

（一）营业收入评估参数选取的合理性分析

1、评估报告中对标的公司未来收入预测情况如下：

单位：万元

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年以后
营业收入	12,951.49	18,062.93	22,080.43	25,304.45	29,229.68	33,256.16	36,683.97	36,683.97
增长率		39.47%	22.24%	14.60%	15.51%	13.78%	10.31%	0.00%

注：2016 年度和 2017 年度为实际发生数据。

2、对标的公司未来收入预测的合理性分析

根据美奇林 2018 年度未经审计的财务报表，美奇林 2018 年度实现营业收入 21,663.40 万元，2018 年度营业收入的评估预测数为 22,080.43 万元，收入预测完成度约为 98%，基本符合收益法评估模型中关于美奇林 2018 年度收入预测。

收益法评估模型中假设 2019 年及未来每年营业收入同比增长率为 10%—

15%左右，且增长率呈递减态势，2023 年及以后保持平稳。根据我国经济和消费水平良好的发展态势以及美奇林已签订单情况，评估模型对美奇林未来营业收入的增长率预期是合理的，主要原因如下：

(1) 宏观经济发展势头良好

根据国家统计局发布的最新数据显示，2018 年我国国内生产总值为 90 万亿元，较 2017 年增长了 6.6%；2018 年全国居民人均可支配收入 28,228 元，比上年增长 8.7%；2018 年全国居民人均消费支出 19,853 元，比上年增长 8.4%。随着全国居民收入水平的不断提高、国家经济转型和消费升级政策的支持，家庭的玩具消费支出将随之增长。

(2) 玩具行业发展潜力巨大

我国是世界上最大的玩具生产国和出口国，早期凭借低廉的人工成本和规模化的加工能力，玩具行业实现快速发展。近年来我国玩具制造业依然保持了良好的发展势头，根据工业和信息化部公布的数据，2017年度玩具行业主营业务收入2,357.1亿元，同比增长8.5%；利润总额127.8亿元，同比增长8.8%。根据同花顺统计数据显示，2014年中国玩具产品出口额为1,413,669万美元，2015年为1,566,440万美元，2016年为1,838,639万美元，2017年为2,394,188万美元。2017年中国玩具产品出口额较2016年增长了30.22%。玩具行业未来仍将保持良好的发展速度。

(3) 2019 年美奇林订单情况

2019 年 1 月美奇林销售额约为 3,293.90 万元，同比增长 22.46%，销售情况良好。经统计，美奇林自 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 2 月 22 日已签订合同或订单金额合计为 4,509.54 万元。按同一控制或同一商超系统进行合并统计的主要客户合同或订单情况如下：

单位：万元

序号	客户名称	合同或订单金额
1	珠海奥飞动漫品牌管理有限公司	18.05
2	郑州可染商贸有限公司	200.00
3	卜蜂莲花	146.51
4	沃尔玛	371.00

5	汕头市隆亿贸易有限公司	17.13
6	永旺	74.16
7	华润万家	343.07
8	孩子王儿童用品股份有限公司	70.05
9	广州市智珉贸易有限公司	206.96
10	郑州福广商贸有限公司	300.00
11	广州市乐同宝商贸有限公司	5.69
12	广东长城建设贸易进出口有限公司	598.34
13	广东天河城百货有限公司	1.13
14	广东奥亦乐园科技有限公司	3.39
15	光盒力量（江苏）文化产业有限公司	300.00
16	大润发	1,703.38
17	贝恩施（深圳）科技股份有限公司	150.68
小计		4,509.54
美奇林 2019 年 1 月份营业收入		3,293.90
评估报告预测的美奇林 2019 年度营业收入		25,304.45

根据上述数据，美奇林 2019 年度实际主营业务经营情况符合预期，2019 年 1 月 1 日至 2019 年 2 月 22 日签订合同或订单的金额合计为 4,509.54 万元，占评估预测 2019 年度营业收入的 17.82%。美奇林 2019 年 1 月份营业收入为 3,293.90 万元，同比增长 22.46%，占评估预测 2019 年度营业收入的 13.02%。根据美奇林 2019 年 1 月份销售情况和已签订单情况，预计 2019 年美奇林能够完成业绩承诺。

综上，考虑到我国良好宏观经济发展形势、玩具行业强大的市场潜力等因素，以及美奇林 2019 年已签订单情况和 2019 年 1 月份销售情况等综合判断，收益法评估模型中对美奇林预测期营业收入及其增长率等参数的选取是谨慎合理的。

（二）毛利率参数选取的合理性分析

1、评估报告中对标的公司未来毛利率的预测情况如下：

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年以后
综合毛利率	24.53%	27.84%	28.93%	29.49%	30.04%	30.44%	30.78%	30.78%

根据上表，2018 年度美奇林预测毛利率为 28.93%。根据未经审计的报表，美奇林 2018 年度实际毛利率为 30.75%，高于预测水平。预测期间毛利率小幅上升是由于高毛利率产品比例上升所致。

2017 年度同行业上市公司或挂牌公司玩具业务的毛利率大多超过 30%，具体情况见下表：

代码	证券名称	玩具销售毛利率
603398	邦宝益智	34.47%
002292	奥飞娱乐	54.20%
002348	高乐股份	25.74%
002862	实丰文化	27.18%
300043	星辉娱乐	36.85%
839706	奇士达	41.99%
	平均	36.74%

数据来源：公开披露的 2017 年度报告

如上表列示，2017 年度同行业上市公司或挂牌公司玩具业务平均毛利率为 36.74%，远高于美奇林预测期 30%左右毛利率水平，另外 2018 年度美奇林未经审计的毛利率为 30.75%，基本符合收益法评估模型预测情况。

综上，收益法评估模型对毛利率参数的选取是谨慎合理的。

（三）期间费用率参数选取的合理性分析

费用率按营业费用率、管理费用率、财务费用率三项进行分析。

1、评估报告中对标的公司未来营业费用的预测情况如下：

单位：万元

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年以后
营业费用	999.97	1,080.07	1,216.08	1,379.22	1,576.32	1,778.84	1,953.43	1,953.43
占营业收入的比率	7.72%	5.98%	5.51%	5.45%	5.39%	5.35%	5.33%	5.33%

注：2016 年度和 2017 年度为实际发生数据。

美奇林 2018 年度预测的营业费用率为 5.51%，实际的营业费用率为 5.72%，2018 年度预测的营业费用率基本接近实际情况。本次预测营业费用率为 5.51%-5.33%，与美奇林历史年度的费用率水平较为接近，具有合理性。

2、评估报告中对标的公司未来管理费用的预测情况如下：

单位：万元

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年以后
管理费用	653.07	839.39	1,026.07	1,139.62	1,275.67	1,415.64	1,537.82	1,537.82
占营业收入的比率	5.04%	4.65%	4.65%	4.50%	4.36%	4.26%	4.19%	4.19%

注：2016 年度和 2017 年度为实际发生数据。

美奇林 2018 年度预测的管理费用率为 4.65%，实际的管理费用率为 5.19%，

较预测值高出 0.54 个百分点，主要由于美奇林管理层对未来玩具市场充满信心，2018 年加大研发投入所致，属于正常经营导致的波动。已投入的研发项目将为未来销售增长提供有力支撑，随着营业收入规模的不断增长，使得管理费用率呈现下降的态势，未来有望恢复至预测水平。

3、评估报告中对标的公司未来财务费用的预测情况如下：

单位：万元

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年以后
财务费用	59.99	86.58	120.15	120.15	120.15	120.15	120.15	120.15

注：2016 年度和 2017 年度为实际发生数据。

收益法评估模型对美奇林 2018 年及未来财务费用的预测主要根据评估基准日（2017 年 12 月 31 日）标的公司付息债务情况一年的利息进行估算得出：

贷款银行	借款利率	基准日借款余额（万元）	年利息（万元）
中国银行广州荔湾支行	5.64%	526	29.67
中国银行广州荔湾支行	5.64%	800	45.12
广州银行科学城支行	6.48%	700	45.36
合计		2026	120.15

注：由于企业贷款利率为浮动利率，本次借款利息按基准日前最近一期实际支付利率水平计算。

根据 2018 年实际财务费用发生额为 143.42 万元，较预测高 23.27 万元，主要原因为 2018 年企业增加了流动资金借款，从而增加了利息费用支出。

由于财务费用占营业收入的比例较小，对公司整体估值水平影响不大，收益法评估模型对标的公司财务费用的预测具有一定合理性。

4、分析结论

综上，收益法评估模型对美奇林期间费用参数的预测过程均参考企业历史情况、生产经营的需求、行业特点、并经 2018 年实际数据验证，因此评估模型对期间费用率参数的选取是谨慎合理的。

（四）折现率参数选取的合理性分析

折现率是将未来年度收益折算成现值的比率，为收益法估值的重要参数。通

过与可比公司的比较来分析本次折现率选取的合理性，具体分析如下：

本次采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率。选取了近期 A 股市场发生的，与美奇林同属于贸易型的可比公司的评估案例，其收益法评估折现率计算过程及结果对比如下：

项目\上市公司	邦宝益智	时代万恒	英唐智控	力源信息
标的公司	广东美奇林	辽宁民族	深圳华商龙	武汉帕太
选取模型	WACC	WACC	WACC	WACC
无风险收益率	3.88%	3.8807%	4.32%	4.03%
市场风险溢价	7.12%	7.19%	8.28%	10.50%
调整后贝塔	0.731	1.1716	0.7711	1.0792
企业特定风险 ϵ	2.50%	0.00%	5%	2.00%
股东权益资本报酬率 Re	11.80%	12.30%	15.70%	13.02%
折现率 WACC	11.50%	11.15%	12.80%	12.13%

数据来源：上市公司公告

根据上述并购案例分析，近期交易案例的折现率为 11.15%-12.80%，本次美奇林评估的折现率为 11.50%，处于正常区间范围内。

综上，本次评估模型对折现率的选取具备合理性。

（五）本次交易定价的合理性

截至 2017 年 12 月 31 日，可比上市公司的估值情况如下：

证券代码	证券名称	总市值（元）	2017年度净利润（元）	市盈率
603398	邦宝益智	3,355,059,200.00	62,053,051.08	54.07
002292	奥飞娱乐	18,676,234,318.51	90,129,598.10	207.22
002348	高乐股份	5,436,928,000.00	55,089,133.47	98.69
002862	实丰文化	2,272,000,000.00	43,398,811.34	52.35
300043	星辉娱乐	7,614,494,214.12	230,033,961.68	33.10
-	平均	7,470,943,146.53	96,140,911.13	89.09

数据来源：同花顺 IfinD

同行业可比上市公司的平均市盈率为 89.09 倍，除奥飞娱乐市盈率较异常外，其他上市公司的市盈率均高于 30 倍，而美奇林 100%股权的整体作价按照 2018 年承诺净利润的市盈率为 13.33 倍，美奇林整体作价的市盈率水平明显低于同行业可比上市公司，符合上市公司和中小股东的利益。

申请人公告《广东邦宝益智玩具股份有限公司重大资产购买报告书（草案）修订稿》相近时期内，其他 A 股上市公司收购标的的案例中关于并购标的的整体作价市盈率情况如下：

单位：万元、倍

序号	证券简称	交易标的	标的公司行业	草案（或预案）公告日	标的整体作价	业绩承诺第一年净利润	市盈率（按业绩承诺第一年净利润）	业绩承诺平均净利润	市盈率（按业绩承诺平均净利润）
1	航民股份	杭州航民百泰首饰有限公司 100% 股权	有色金属	2018 年 5 月	107,000.00	7,200.00	14.86	8,633.33	12.39
2	三维股份	广西三维铁路轨道制造有限公司 100% 股权	建筑装饰	2018 年 4 月	147,000.00	14,000.00	10.50	15,000.00	9.80
3	福鞍股份	辽宁冶金设计研究院有限公司 100% 股权	公用事业	2018 年 6 月	113,633.35	7,700.00	14.76	10,000.00	11.36
4	隆平高科	北京联创种业股份有限公司 90% 的股份	农林牧渔	2018 年 3 月	154,163.15	13,800.00	11.17	15,200.00	10.14
5	至纯科技	上海波汇科技股份有限公司 100% 股权	机械设备	2018 年 6 月	68,000.00	3,200.00	21.25	4,800.00	14.17
6	星徽精密	深圳市泽宝电子商务股份有限公司 100% 的股权	商业贸易	2018 年 6 月	153,000.00	10,800.00	14.17	14,766.67	10.36
7	盈峰环境	长沙中联重科环境产业有限公司 100% 股权	公用事业	2018 年 7 月	1,525,000.00	99,700.00	15.30	124,066.67	12.29
8	同有科技	鸿秦(北京)科技有限公司 100.00% 股权	计算机	2018 年 7 月	58,000.00	2,900.00	20.00	4,466.67	12.99
9	科大国创	安徽贵博新能科技有限公司 100% 股权	电气设备	2018 年 7 月	69,100.00	4,000.00	17.28	5,000.00	13.82
10	能科股份	上海联宏创能信息科技有限公司 100% 股权	计算机	2018 年 8 月	21,400.00	1,900.00	11.26	2,366.67	9.04
11	三毛派神	甘肃工程咨询集团有限公司 100% 股权	建筑装饰	2018 年 8 月	220,452.36	20,040.54	11.00	22,122.25	9.97
	平均						14.69		11.48
	邦宝益智	广东美奇林互动科技股份有限公司 100% 股权	轻工制造	2018 年 5 月	44,000.00	3,300.00	13.33	4,003.33	10.99

根据上表统计，上述近期并购案例中交易标的的整体估值对业绩承诺第一年

净利润的市盈率平均为 14.69 倍，按业绩承诺平均净利润的市盈率平均为 11.48 倍，而上市公司本次收购美奇林的整体作价按业绩承诺第一年净利润的市盈率为 13.33 倍，按业绩承诺平均净利润的市盈率为 10.99 倍，上市公司本次收购美奇林的市盈率水平略低于上述可比案例。

综上，根据对本次收购的市盈率水平与同行业上市公司在评估基准日市盈率水平以及近期并购案例整体估值市盈率水平相比较分析，上市公司对本次收购标的的定价是合理的。

（六）中介机构核查情况

1、核查意见

经核查评估机构认为，收益法下美奇林预测期营业收入、毛利率、费用率、折现率等主要评估参数选取谨慎合理，本次交易定价合理。

(本页无正文, 为上海东洲资产评估有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》【182067】号的回复反馈签字页)



评估机构: 上海东洲资产评估有限公司

法定代表人: 

王小敏

经办中国资产评估师: _____



朱淋云



杨黎明

2019 年 2 月 27 日